



A nemzetközi pénzügyi rendszer fragmentációjának kihívásai – Szép új világrend felé?*

Müller János  – Kerényi Ádám 

A kialakuló új világrendet több erős, váratlan hatás éri, átalakul, fragmentálódik a nemzetközi pénzügyi rendszer. A multilaterális világgazdaság multipoláris hatalmi struktúra befolyása alá került, geopolitikai feszültségeket kiváltva, aminek velejárója a hatalmi pozíciókat erősítő harc, gazdasági, pénzügyi tömbök létrehozása. A pénzügyi fragmentáció kockázatokat jelent a nemzetközi pénzügyi, monetáris stabilitásra. A negatív hatások csökkentése nemzetközi együttműködést igényel, a nemzetközi pénzügyi szervezetek szabályozó tevékenységét azonban a hatalmi tömbök korlátozzák. A tanulmány arra a kérdésre keresi a választ, hogy a széttagozódó világrend hogyan hat a nemzetközi pénzügyi rendszerre, a tőkeáramlásra, a monetáris politikákra és a pénzügyi stabilitásra.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E3, E5, G1, F02, F12, F65

Kulcsszavak: világrend, fragmentáció, deglobalizáció, integráció, digitális jegybankpénz, pénzügyi stabilitás

1. Bevezetés: A pénzügyi fragmentáció fogalma, definíciója

A világ és az emberiség fejlődése olyan szakaszba ért, amikor a tudományos elemzéseknek, a szakmai és mindennapi közbeszédnek, sőt a szépirodalomnak is tárgyává vált egy új világrend kialakulásának a folyamata (Huxley 1958; Kerényi – Müller 2019): megszűnik, vagy lényegesen átalakul a régi rend, megváltoznak, átrendeződnek a nemzetközi politikai, gazdasági és pénzügyi relációk. Ez a történelmi változás hatással van a globális pénzügyi rendszerre és pénzügyi kapcsolatokra. Egy ilyen horderejű változás akkor indulhat el, amikor történelmileg rövid időn belül számos különálló, egymásra ható, erősítő jelenség éri a világot.

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Müller János: Magyar Bankszövetség, vezető tanácsadó; Ázsiai Pénzügyi Együttműködési Szövetség (AFCA), Egy Övezet Egy Út szakértői bizottság alelnök. E-mail: mullerj1@t-online.hu
Kerényi Ádám: Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont, kutató. E-mail: kerenyi.adam@rtk.hun-ren.hu

A magyar nyelvű kézirat első változata 2023. július 21-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.23.2.131>

A nemzetközi gazdasági és pénzügyi rendszerben, amikor a változások megjelenésére a fragmentációt mint átfogó fogalmat alkalmazzák, a háttérben, térben és időben mélyreható átalakulások mennek végbe. Ez lehet egy átalakulási folyamat után lezárult helyzet, és lehet egy dinamikus, a korábbi helyzetre épülő, azt alapvetően megváltoztató folyamat. Elemzésünkben röviden áttekintjük a nemzetközi pénzügyi rendszernek azokat a főbb szakaszait, amelyek keretében végbement a világtrend átalakulása és az ezzel összefüggő a nemzetközi pénzügyi rendszer megváltozása.

A fragmentációnak a szakirodalomban általánosan elfogadott definíciója nincs. A nemzetközi pénzügyi szervezetek egybehangzóan rögzítik, hogy maga a fogalom a széttöredezett, szétdarabolt pénzügyi piacokra utal, azt követően viszont különböző megközelítésben a fragmentáció kiváltó okait, lehetséges hatásait, kockázatait foglalják össze.

Elemzésünkben mi a BIS módszertanát követjük, amely átfogó keretben foglalja össze a széttöredezett rendszer jellemzőit, ami szerint a fragmentációnak több dimenziója van (*Claessens 2019*). Ez eltérő lehet attól függően, hogy nemzeti, vagy globális szemszögből elemezzük. A fragmentáció az adott pénzpiactól függően is különbözhet, pl. értékpapírpiacok, banki piacok vagy fizetési és hitelszolgáltatók területén. A fragmentáció a pénzügyi szabályozáson kívül számos más okból is megjelenhet, ide értve a természetes akadályokat, a piaci erőket és az intézményi környezet eltéréseit. Elemzésének magában kell foglalnia a pénzügyi szolgáltatások hatékonyságára gyakorolt hatását, beleértve a piaci likviditást, az átláthatóságra, a fogyasztói- és a befektetői védelemre kifejtett hatását; és végül kapcsolatát az általános (globális) pénzügyi stabilitással (*Claessens 2019:4–5*).

A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) szerint a fragmentáció a pénzügyi piacokon előidézhetheti a verseny torzulását, amit a globális banki minimumszabályok hiánya vagy e szabványok hiányos, következetlen végrehajtása okoz. A piac széttöredezettsége azonban túlmutat a pénzügyi szabályozáson. A Pénzügyi Stabilitási Tanács (Financial Stability Board, FSB) szerint a fragmentáció olyan piacokra utal, amelyek földrajzilag, terméktípusonként vagy résztvevőnként szétszakadnak. A nemzetközi banki tevékenység szétagoltsága arra utalhat, hogy a tőke- és likviditási csoportok elkülönülnek a helyi piacokon, és nem tudnak szabadon mozogni a joghatóságon kívül (*FSB 2019:27–28*).

A Nemzetközi Pénzügyek Intézetének (Institute of International Finance, IIF) álláspontja szerint a fragmentáció kockázata megjelenik a szabályozási rendszerek és keretek eltéréseiben, amelyek akadályozhatják a pénzügyi szolgáltatások fejlődését, az előnyös innovációk terjedését, korlátozzák a pénzügyi helyzet hatékony stabilizálásának képességét (*IIF 2019*). Tartalmi szempontból a fragmentáció egyaránt megjelenik és értelmezhető a globális térben és nemzeti, lokális joghatósági keretek között. Elemzésünkben elsősorban nemzetközi összefüggésben vizsgáljuk,

de kitérünk a jegybankok feladataira is, amennyiben a fragmentáció az adott ország pénzügyi stabilitása szempontjából kockázatot jelent (*IMF 2023:81*). A nemzetközi pénzügyi rendszerben a fenti tartalmi elemek megjelenése mögött az egyik meghatározó ok, hogy az elmúlt időszakban folyamatosan teret nyerő, működő globalizációt elérte a deglobalizáció folyamata. Utóbbi értelmezését segíti a globalizáció fogalmának összefoglalása, mivel annak elemei a deglobalizáció során ellentétes irányban változnak. *Jagdish N. Bhagwati (2007)* megfogalmazása szerint a globalizáció a nemzeti gazdaságok nemzetközi gazdaságba történő integrációja a kereskedelem, a közvetlen külföldi tőkebefektetések, a rövid távú tőkeáramlások, általában az emberek nemzetközi mozgása és a technikák áramlása révén. „*A globalizáció a nemzeti és regionális gazdaságok, társadalmak és kultúrák integrációja a kereskedelem, a pénzügyek, a kommunikáció, a migráció és a szállítás globális hálózata révén. [...] A földrajzi és politikai korlátok csökkenő jelentőségűek az allokációs folyamat szempontjából*” (*Halmai 2023:6*).

A deglobalizációt kiváltó közelmúltbeli fejleményekre elég felsorolásszerűen utalni. A negyedik ipari forradalom korszakában, annak szerves részeként, beköszöntött az új digitális világ, elindult a mesterséges intelligencia térnyerése, a robottechnika, kitört a koronavírus-világjárvány, egyre erőteljesebbé váltak a geopolitikai feszültségek, megjelent az energiaválság, ismét színre lépett a globális inflációs nyomás, kereskedelmi háborúk indultak, megszakadtak az ellátási láncok, majd berobbant az orosz-ukrán háború. Ezek a folyamatok önmagukban is változásokat hoztak a nemzetközi gazdasági és politikai kapcsolatokban, de több hatás összekapcsolódott, egymást erősítővé vált, és a hidegháború lezárását követő időszak viszonylag nyugodt, geopolitikai feszültségektől mentes környezetét alapvetően változtatta meg. Mindez a globális viszonyoknak még beláthatatlan kimenetelű folyamatát indította el. A geopolitikai, gazdasági és technológiai erők együttes hatása úgy jellemezhető, hogy folyamatban van, bekövetkezik a globális gazdasági kapcsolatok és a nemzetközi pénzügyi rendszer széttöredezése, fragmentációja¹.

A fennálló világrend fragmentációjának három, egymást erősítő, sajátos esetekben gyengítő tényezője van: (i) globális politikai, geopolitikai hatalmi viszonyok; (ii) gazdasági és kereskedelmi kapcsolatok módosulása; (iii) a nemzetközi pénzügyi rendszer működési feltételeinek változása, a tőkeáramlás szabadságának korlátozása. Elemzésünk középpontjában ennek a három dimenziójú folyamatnak a harmadik eleme áll, azaz arra a kérdésre keressük a választ, hogy a széttagozódó világrend hogyan hat a nemzetközi pénzügyi rendszerre, a tőkeáramlásra, a monetáris politikákra és a pénzügyi stabilitásra.

¹ A továbbiakban a folyamat jellemzésére a szakirodalomban már elfogadottá vált fragmentáció szakkifejezést használjuk. Fragmentáció (angol eredeti fragmentation) jelentése: széttöredezés, darabokra hullás. (A latin *fragmentumból*: részlet, valaminek a darabkája.)

Tanúi lehetünk egy hirtelen bekövetkezett geopolitikai elmozdulásnak, amelynek törsvonalai mentén feltárul a határokon átnyúló fizetési és kereskedelmi rendszerekkel és tartalékvalutákkal rendelkező világ különálló gazdasági tömbökre szakadása, aminek fő okait elsősorban a különféle ideológiákban, az eltérő politikai rendszerekben és a heterogén technológiai szabványokban kereshetjük (*Gourinchas 2022*).

A fragmentációs folyamatnak a nemzetközi pénzügyi rendszerre és monetáris politikára gyakorolt hatásait elemezzük, aminek az új világrendet alakító hatalmi, politikai kérdések, a geopolitikai feszültségek gyakran közvetlen kiváltói. A politikai, hatalmi konfliktusok elemzésünknek nem képezik tárgyát, ahol azonban kiváltó okként vagy a rendszer szétesését erősítő tényezőként vannak jelen, ott természetesen hivatkozunk rájuk. E körben a folyamat egyik meghatározó tényezőjét a geopolitikai feszültségek képezik, amelyek a nemzetközi kapcsolatok megbomlásának, súrlódásainak, hatalmi harcának több elemét átfogják. Mögöttük megjelennek a hatalmi viszonyok átrendezését célzó intézkedések, a kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatokat korlátozó, diszkriminatív rendeletek, a tőke, az áruk, szolgáltatások és technológiák szabad áramlását gátló fellépések és a különféle szankciók bevezetése a hatalmi viszonyok megváltoztatására törekvő országok között. Ezen intézkedések szinte azonnal az országok, országcsoportok közötti kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatok széttagoltóságához vezetnek, végső hatásuk mindenképpen negatív.

2. A változó globális rend történelmi gyökerei

Érdemes visszatekinteni az elmúlt nyolc évtized fejlődésének mérföldköveire, mert így válnak érzékelhetővé a kialakulóban lévő új világrend gyökerei.

A II. világháború végképp megváltoztatta a nemzetközi hatalmi struktúrát. A kialakuló új világrendben újra kellett szervezni a széttagolt kereskedelmi kapcsolatokat, új alapokra kellett helyezni a nemzetközi pénzügyi rendszert. A nyugati tömb a háború után konszolidálni, s elsősorban a saját maga számára működővé akarta tenni a nemzetközi gazdasági és kereskedelmi kapcsolatokat, új alapokra helyezve a nemzetközi pénzügyi rendszert.

Az USA-ban 1944-ben létrehozták a Bretton Woods-i Egyezményt, amely lehetővé tette egy új világ gazdasági rendszer alapjainak lefektetését. Létrejött a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank (1944), a Világbank (1945) és a Nemzetközi Valutaalap (1944). Mindez a nemzetközi pénzügyi rendszer működéséhez szükséges szabályozott keretek kialakítását jelentette, s egyúttal azt is, hogy az Egyesült Államok a nemzetközi gazdasági rendszer domináns, hegemón hatalmává vált. A nemzetközi kereskedelem meghatározó valutája az amerikai dollár lett, minden valuta árfolyamát dollár alapon rögzítették, a dollár értéke pedig fix árfolyamon az aranyhoz kötődött. Erősítette az USA és a dollár globális pozícióját a SWIFT (Society for Worldwide Interbank Telecommunications), a világ legnagyobb, határokon átnyúló elszámoló

háza, amely a tranzakciókat dollárban bonyolítja le, és az adott tranzakció legalább egyik közreműködője egy amerikai pénzügyi intézmény lett. Kialakult a pénzügyi és kereskedelmi kapcsolatokat szabályozó új rendszer. (London még megőrizte pénzügyi központ szerepét, az angol font pedig a brit birodalomhoz, majd a brit nemzetközösséghez tartozó országok kereskedelmében játszott fontos szerepet.)

A továbbiakban az USA vezetésével 1949-ben Washingtonban megalapították az Észak-atlanti Szerződés Szervezetét, a NATO (North Atlantic Treaty Organisation) katonai szövetséget, amelynek az aláíráskor tizenkét, ma már harmincegy ország a tagja. E folyamat eredményként az Egyesült Államok hegemon vezető világhatalmi tényezővé vált. A világhatalom másik pólusa a Szovjetunió, illetve az általa megszállt kelet-európai országokkal együtt a szovjet blokk. A két tömb közötti szembenállás minden téren egyre élesebb lett, amit jól jelképez a vasfüggöny létrehozása. Elindult a hidegháborús korszak, létrejött a kétpólusú világhatalmi rendszer. Ezt segítette a Világbank és a Nemzetközi Valutaalap után már 1947-ben létrejött Általános Vám- és Kereskedelmi Egyezmény (GATT), majd a Világkereskedelmi Szervezet (WTO), 1961-ben pedig a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD).

Ennek a folyamatnak kiemelkedő eseménye volt az Európai Biztonsági és Együttműködési Értekezlet (EBEÉ) által elfogadott, harmincöt ország által 1975-ben aláírt „Helsinki Záróokmány”, amely megnyitotta az utat a hidegháború lezárásához. Ahhoz azonban a két szuperhatalom, az USA és a Szovjetunió megállapodására, kölcsönös biztonsági garanciák vállalására volt szükség, ami végül 1990–1991-ben valósult meg, egyesült a két Németország, és a szovjet csapatok kivonultak a Varsói Szerződés országaiból.

A hidegháború lezárását követő időszak kedvező geopolitikai feltételeket teremtett a globális gazdasági, kereskedelmi kapcsolatok, értékláncok kialakulásához. A nemzetközi pénzügyi rendszer stabil volt a nemzetközi pénzügyi szervezetek szabályrendszere által támogatva, a független központi bankok pénzpolitikájával segítve. Ez azonban nem jelentette azt, hogy már ebben a békés időszakban ne lett volna határozott törekvés a nemzetközi hatalmi és erőviszonyok megváltoztatására, nagyobb befolyás szerzésére a nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi rendszerben.

A II. világháború befejezését követően tehát, történelmileg rövid időn belül kialakultak egy új világrend működési feltételei politikai, katonai, gazdasági, kereskedelmi és pénzügyi téren egyaránt. Ugyanakkor ezt az USA és a Szovjetunió által fémjelzett kétpólusú világhatalmi rendszert elsősorban a katonai erőviszonyok, mögöttük pedig közvetlenül a gazdasági és pénzügyi rendszereik határozták meg, aminek megváltoztatására több irányú fejleményt, törekvést lehetett megfigyelni.

E folyamat háttérben idővel három tényező megjelenése vált meghatározóvá, jelezve a kétpólusú világrend törésvonalait. Ennek hatására alakult ki egy olyan

többrétegű nemzetközi pénzügyi rendszer, amelynek az alapjai az új, tripoláris világrendben megváltoznak, átalakulnak. Hosszú ideig az USA globális, hegemon hatalma mögött ott állt a Bretton Woods-i rendszer², keretében a Nemzetközi Valutaalap (IMF) és a dollár alapú SDR-rendszer. A világrend három meghatározó szereplője, az USA, Kína és az Európai Unió között gazdasági és pénzügyi téren is határozott verseny alakult ki, aminek egyre jobban érzékelhető része a dollár hegemon szerepének mérséklésére irányuló törekvés. Ez csökkentette a Bretton Woods-i rendszer működési és az IMF szabályozási körét. Elemzői vélemények szerint a Bretton Woods-i rendszer már hosszabb ideje nem rendszer. *De Larosière (2012)* szerint pl. az 1970-es évek eleje óta a pénzügyi rendszert inkább jellemzi a „nem rendszer”, mint a „rendszer” kifejezés.

A külső egyensúlyi hiányok jelenléte és felhalmozódása állandósult, a pénzügyi piacok gyorsabban fejlődtek, mint a reálgazdaság, és a likviditási többletek a rendszer részévé váltak, legalábbis addig, amíg ki nem tört a 2008–2009. évi válság. Ebben a kusza és bonyolult helyzetben az IMF korábban kialakult intellektuális alapvetései a gyakorlatban nem jártak sikerrel, ezért több kísérlet született a rendszer megreformálására (*Kruger 2012; IMF 2015*). A pénzügyi piacok elszabadulása és a változtatásokhoz szükséges nemzetközi támogatás elmaradása miatt azonban a reformok megvalósítására nem került sor (*Báger 2017*).

Második és kiemelkedő jelentőségű esemény az Európai Unió létrejötte és fejlődése. Az elmúlt két évtizedben az EU gazdasági hatalommá vált, sikeresen haladt a Gazdasági és Monetáris Unió fejlesztése, az eurozóna megalakulása megteremtette a Bankunió létrehozásának lehetőségét, továbbá sokat fejlődött a Tőkepiaci Unió. Az Európai Unió gazdasági és pénzügyi szempontból globális geopolitikai tényezővé vált, létrejött a világrend második pólusa.

Az Európai Bizottság új elnöke 2019-ben bejelentette, hogy az EU világpolitikai szerepét erősíteni kell, saját elnöki pozícióját pedig úgy jellemezte, hogy egy „geopolitikai bizottságot” fog vezetni. Az EU belső és külső, azaz világpolitikai szerepének összehangolása érdekében minden uniós biztos kabinetje létrehozott egy „külső koordinációs” testületet (External Coordination Body). Ennek a változásnak hátterében állt az a felismerés, hogy a multilaterális világ multipoláris irányba halad, ahol az EU geopolitikai pozícióját biztosítani kell (*CEPS 2020*). Mérföldkőnek tekinthető a 2008–2009-es nemzetközi pénzügyi válság, amelynek egyik következménye volt, hogy az USA globális geopolitikai hegemoniája megroppant.

E folyamat következő eleme volt, hogy Kína globális politikai és gazdasági tényezővé vált az USA és az EU mellett. Létrejött a tripoláris világrend, aminek következtében elindult egy új típusú tömbösödés, jelentős pénzügyi és kereskedelmi

² Létrehozásának 80. évfordulója 2024. júliusában lesz.

egyezményekkel támogatva. A jövő szempontjából új erőt képvisel a digitális jegybankpénzek (digitális dollár, jüan és euro) versenye, ami meghatározó lesz a nemzetközi monetáris politikai és pénzügyi együttműködés szempontjából. Ebben a helyzetben felmerülhet a kérdés, hogy a nemzetközi monetáris politika, a pénzügyi stabilitás érdekében lehetséges lenne-e az SDR-rendszert is digitális rendszerré átalakítani. Ez a lehetőség elvileg nem kizárt, azonban kevés az esélye a jelenlegi rendszer olyan átalakításának, amelyben a ma működő SDR-t annak digitális változata váltaná fel. A nemzetközi pénzügyi rendszer nagy kihívása, hogy a digitális dollár és a digitális euro mikor, hogyan és milyen mértékben tudja felvenni a versenyt a digitális jüannel, hogyan alakul majd a versenyük.

Ebben a versenyben az IMF törekszik vezető szerepének megtartására, amit jelképez törekvése egy Globális Pénzügyi Biztonsági Háló (Global Financial Safety Net, GFSN) létrehozására, továbbá az Univerzális Monetáris Egység (Universal Monetary Unit, UMU) – mint egyben nemzetközi digitális jegybankpénz – kidolgozásának kezdeményezése.

Erre reagálva, a védekezés szándékával indították el 2010-ben az USA és az EU között létrehozandó Transzatlanti Kereskedelmi és Beruházási Partnerség (Transatlantic Trade and Investment Partnership, TTIP) nevű egyezmény létrehozását, amely a világ két legnagyobb gazdasági térségét kapcsolta volna össze. Obama elnöki periódusának végére az egyezmény a kölcsönös előnyök elvét figyelembe véve, aláírásra kész formában volt, de a Trump elnök által vezetett adminisztráció amerikai érdekekre hivatkozva elutasította a ratifikálást.

Az egyezmény létrejöttének megghiúsulásában szerepet játszott, hogy a hatalmi pozíció megőrzése érdekében az USA lényegesen módosította gazdasági és kereskedelmi politikáját. A hazai termelők számára versenyelőnyük megtartása érdekében jelentős szubvenciókat biztosított, a szabad kereskedelem korábbi szabályait átlépve export- és diszkriminatív importkorlátozó intézkedéseket vezetett be. A nemzetközi gazdasági kapcsolatok kölcsönös előnyének elve helyett a befektetések, beruházások növekvő részét a globális hatalmi keretek közé szorították, lezárták a csúcskategóriás technológiai termékek Kínába való eljuttásának útját, korlátozták az onnan származó termékek importját. Ezek a fejlemények vezettek oda, hogy az elmúlt évtized végére a globális hatalmi struktúra három pólusúvá vált, nevezetesen az USA, az EU, valamint Kína meghatározó szerepe által (*Economist 2023*).

Ezt a tripoláris rendet 2022-ben váratlan új hatás érte, az orosz-ukrán háború kitörése. A nemzetközi pénzügyi együttműködés, a széttöredezés várható alakulása szempontjából hosszabb távú negatív – ma még nem felmérhető – hatása lesz ennek a katonai konfliktusnak. Az eddig eltelt időszakban számos termék hagyományos kereskedelmi forgalma – elsősorban Európán belül – megszűnt, vagy erősen csökkent (energiahordozók, agrár- és hightech-termékek), ami közvetlen hatással

van a pénzügyi kapcsolatokra. A háború miatt bevezetett, a pénzügyi szektorra is kiterjedő súlyos szankciók egy része hatásos, ugyanakkor más részük a szankciókat alkalmazókra is kihat. Ezek következtében Oroszország export- és importforgalmának egy része irányt váltott, például Kína és az arab térség felé, ezek fenntartása érdekében pedig kialakult a kölcsönös kedvezmények, új finanszírozási formák rendszere. Mindez kihatott a hatalmi tömbökre és pénzügyi kapcsolatrendszerük átalakulását hozta magával.

Az Oroszországgal, Törökországgal és Venezuelával szemben bevezetett szankciók alááshatták azoknak az országoknak a bizalmát, amelyek geopolitikailag nincsenek összhangban³ az Egyesült Államokkal a dollártartalékok és a fizetési folyamatok biztonsága terén (McDowell 2021).

3. A fragmentáció az új világrendben

A hidegháború lezárását követő időszakban, a kialakuló tripoláris világrendben Kína globális-, a világ második legnagyobb GDP-jével rendelkező hatalmává vált. A kínai gazdaságpolitika központi célja volt a fenntartható gazdasági növekedés biztosítása. A kialakított stratégia fontos eleme volt, hogy a több évtizeden keresztül működő, intenzív tőkebeáramlás következtében felhalmozott jelentős ipari többletkapacitást, tőketartalékokat külföldi irányban kell hasznosítani. A kínai kormány ennek jegyében meghirdette a külső piacok felé történő erőteljes nyitást. Ezzel párhuzamosan megkezdődött a nemzetközi pénzügyi és gazdasági kapcsolatok erősítése, dinamikus bővítése. Ez magába foglalta a nyitást az üzleti kapcsolatokban, a tengerentúli közvetlen tőkebefektetések növelését, a világgazdasági kapcsolatok újraértékelését. Kína jelentős lépéseket tett annak érdekében, hogy fizetőeszköze, a renminbi (RMB) nemzetközi pénzügyi befolyását erősítse.

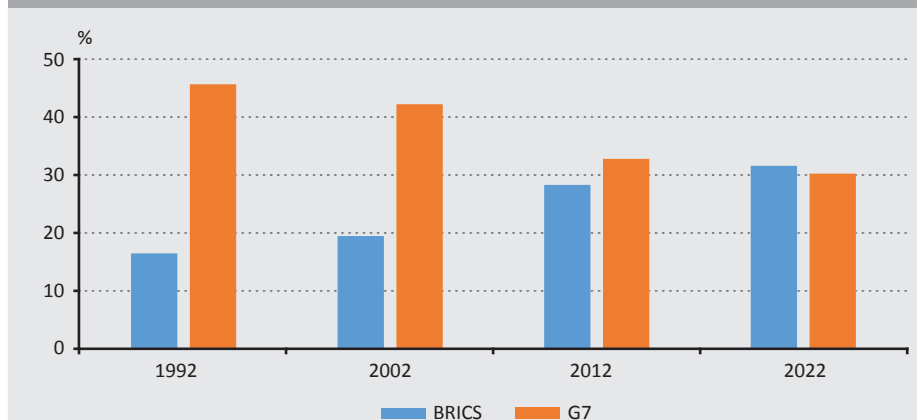
Az új hatalmi struktúra szereplői között a „kapcsolat” alapja a verseny, saját tömbjük pénzügyi önállóságának, stabilitásának biztosítása. A nemzetközi pénzügyi kapcsolatok teljes szétválása az új tripoláris hatalmi struktúra szereplői között sem lehetséges. Az általuk létrehozott tömbök között élesedik a verseny, erősödik a függetlenségre való törekvés, miközben az USA meg akarja tartani a dollár vezető szerepét. Mindezek hatására bekövetkezik a versengő tömbök közötti úgynevezett pénzügyi stratégiai szétválás, a pénzügyi kapcsolatok széttöredezése.

³ A dollártalanításra való törekvés kiváltó okaként nemzetközi kutatások igazolják, hogy adott országra vonatkozó negatív külpolitikai döntések, bevezetett szankciók (például Oroszország, Törökország, Venezuela esetében) alááshatják a dollárral szembeni bizalmat, ami kihatással van azokra az országokra is, amelyek geopolitikailag nincsenek összhangban az Egyesült Államokkal a dollártartalékok és a fizetési folyamatok biztonsága terén.

Ennek a stratégiának, a dollártól való függetlenedési törekvésnek és a fragmentáció új elemének példája a Regionális Átfogó Gazdasági Partnerség (Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP) nevű szabadkereskedelmi megállapodás, amelyet 2020-ban írtak alá, tagja tizenöt ország, közöttük Kína, Ausztrália, Japán, Indonézia és Dél-Korea⁴. Ez a csoport létrejöttékor a globális GDP 30 százalékát adta, így a világ legnagyobb kereskedelmi tömbjét képviselte, megerősítve az átalakuló világregend harmadik pólusát (1. ábra). Az RCEP-egyezménynek előfutára volt a Kína-Ausztrália Szabadkereskedelmi megállapodás (China-Australia Free Trade Agreement, ChAFTA), amelyet 2015-ben írtak alá.

1. ábra

A globális erőviszonyok átalakulása a BRICS és a G7 csoport hozzájárulása a GDP-hez (1992–2022)



Megjegyzés: BRICS csoport tagjai: Brazília, Oroszország, India, Kína és Dél-afrikai Köztársaság; G7 csoport tagjai: Kanada, Franciaország, Németország, Olaszország, Egyesült Királyság, Japán és az Amerikai Egyesült Államok

Forrás: Atlantic Council Geoeconomic Center adatai alapján számítva

Az elmúlt évtizedben létrejött két-, vagy többoldalú gazdasági, kereskedelmi és pénzügyi megállapodások hosszú sorát lehetne felsorolni (ld. pl. *Dadush – Prost 2023*), amelyek valamilyen módon, külön-külön és együtt is erősítik az új világregend kialakulásának folyamatát. Ezek az egyezmények komoly hatással vannak a globális pénzügyi piacokra, növelve a volatilitás kockázatát, és jelezve, hogy az ezekhez a megállapodásokhoz csatlakozó tagországok csökkenteni akarják függőségüket a fennálló globális pénzügyi rendszertől, elsősorban a dollártól. Ugyanakkor az általuk képviselt országcsoport gazdasági potenciáljának, geopolitikai helyzetének háttérével előnyökké válhat, ha egy nemzetközi pénzügyi válság kitörése esetén lassíthatják a fertőzés terjedését, kialakíthatnak saját védekezési szabályokat.

⁴ A tagországok teljes listája: Ausztrália, Brunei, Kambodzsza, Kína, Indonézia, Japán, Dél-Korea, Laosz, Malajzia, Mianmar, Új-Zéland, a Fülöp-szigetek, Szingapúr, Thaiföld és Vietnam.

A politikai és katonai jellegű megállapodások mellett az elmúlt évtizedben a hatalmi erőviszonyok befolyásolásának fő tényezőjévé vált a pénzügyi függőség kialakítása. Ennek elsődleges eszköze a partnerszágok gazdaságának, infrastrukturális beruházásainak (hosszú lejáratú) hitelezése, meghatározva egyben az ilyen finanszírozási- és hitelszerződések pénznemét is. A folyamat eredményeképpen 2022-ben a Nemzetközi Valutaalap SDR valutakosarában legmeghatározóbb öt valuta a következő volt: amerikai dollár 43,2, euro 29,3, kínai jüan 12,3, japán jen 7,5 és az angol font 7,4 százalékkal.

A fenti regionális és kétoldalú megállapodások nem erősítették a korábbi multilaterális rendszert. Az elmúlt évtized végére a világ hárompólusú tömbre szakadt, amit „stratégiai szétválásnak” neveznek. Ennek egyik oldalán az USA, a másikon az Európai Unió áll, harmadikon, velük szemben Kína és a délkelet-ázsiai térség. Ennek a szétválásnak pedig egyenes következménye a korábbi pénzügyi rendszer átalakulása, „szétesése”.

Ezt a folyamatot Christine Lagarde, az Európai Központi Bank (EKB) elnöke így jellemezte: *„A globális gazdaság versengő tömbökre való széttöredezésének vagyunk a tanúi, és mindegyik blokk megpróbálja közelebb húzni a világ többi részét saját stratégiai érdekeihez és közös értékeihez. És ez a széttagoltság összeolvadhat két tömb körül, amelyeket a világ két legnagyobb gazdasága vezet. [...] Ebben az értelemben, amennyiben a geopolitika a globális gazdaság versengő tömbökre való feldarabolásához vezet, ez nagyobb politikai kohéziót igényel”* (Lagarde 2023:1).

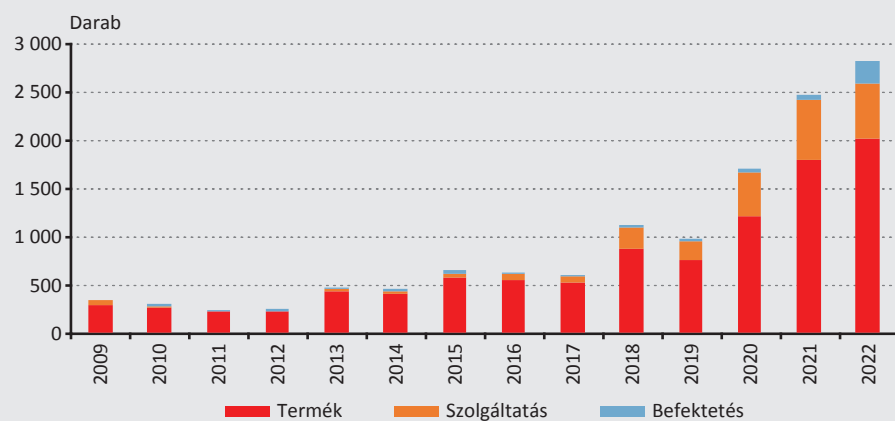
A politikai szándék ahhoz lenne szükséges, hogy a multipoláris térben nyíljon meg a lehetősége a nemzetközi pénzügyi szabályozó szervezeteknek, hogy együttműködés keretében a monetáris stabilitást veszélyeztető kockázatokat csökkentsék. Ez az elvárás az Európai Unió keretein belül remélhetően sikeresebben megvalósítható, mint a széttöredező globális politikai térben, ahol a multilaterális pénzügyi intézmények együttműködése egyre kevésbé hatékony.

A versengő tömbök célja – számos eszköz igénybevételével – hatalmi pozícióik, befolyásuk megőrzése, erősítése. Az ezt támogató stratégiáknak a támadás és a védekezés egyaránt része. A védekezés eszközeként a versengő hegemon tömbök igyekeznek maguk mellé és maguk köré regionális kereskedelmi és pénzügyi nemzetközi csoportokat állítani. A folyamatban lévő globális hatalmi, geopolitikai változások közvetlen, kölcsönös hatással vannak a nemzetközi pénzügyi rendszer fragmentációjára (IMF 2023). A dollár nemzetközi, még mindig erős pozíciójának gyengítésére, vagy másképpen a dollártól való függetlenedésre erős törekvések láthatók, ami hatással van a dollár alapú SDR-rendszerre és közvetve az IMF nemzetközi szerepére is.

A geopolitikai feszültségek közvetlenül és áttételesen, több csatornán keresztül kiváltják a nemzetközi pénzügyi rendszer fragmentációját, annak hatására pedig erősödnek a rendszer kockázatai. A geopolitikai feszültségek elsődlegesen pénzügyi korlátozások, szankciók bevezetéséhez vezetnek, megnövelve ezáltal a pénzügyi bizonytalanságot. Ezzel párhuzamosan jelennek meg a kereskedelmi (export- és import-) korlátozások, megszakítva a hagyományos ellátási láncokat. A pénzügyi fragmentáció megtöri a határon átnyúló, külföldi hitelezésnek és beruházásoknak az újraelosztását, a tőkeáramlás rendjét, ami hosszú távon a nemzetközi pénzügyi és kötelezettségek korlátozottabb diverzifikációját eredményezheti (2. ábra).

2. ábra

A kereskedelmi korlátozásoknak való kitettség növekedése (2009–2022)



Forrás: Bolhuis et al. (2023) adatai alapján szerkesztve

A geopolitikai feszültségek a hidegháború utáni időszakban erősödtek fel, és elkezdődött a kétpólusú világrend felbomlása. Tapasztalható volt a hidegháború lezárását célzó, azt lehetővé tevő nemzetközi egyezmények feltételeinek figyelmen kívül hagyása, megsértése. Ennek háttérében a gazdasági, pénzügyi befolyási övezetek megőrzése vagy növelése érdekében számos lokális katonai beavatkozás történt, újraindult egy fegyverkezési verseny. A folyamat másik vetülete, hogy hatékonyság, termelékenység, gazdasági növekedés és a pénzügyi függőség eszközeinek alkalmazásával Kína nemzetközi geopolitikai tényezővé vált. Végül az Európai Unió fejlődése, az eurozóna megteremtése, a 2008–2009-es válság után a gazdasági és pénzügyi ellenálló képességének igazolása nemzetközi geopolitikai hatalmi tényezővé emelte. Ezek a folyamatok egyrészt meggyengítették az USA korábbi hegemon vezető szerepét, másrészt belekényszerítették a védekező helyzetbe, aminek korai eszközei voltak a versenytársakkal szembeni kereskedelmi, elsősorban importkorlátozások, amelyeket felváltott az egyre élesebb szankciók politikája, a nemzetközi (pl. SWIFT) pénzügyi rendszer eszközei alkalmazásának korlátozása.

Tovább romlott a geopolitikai helyzet azáltal, hogy Oroszország megtámadta Ukrajnát. Az EU és az USA számos szankcióval sújtotta Oroszországot, pl. „*az orosz központi bank devizatartalékának csaknem felét befagyasztották, és számos orosz bankot kizártak a SWIFT-ből, a domináns pénzügyi üzenetküldő rendszerből, amely a határokon átnyúló fizetéseket segíti. Megfigyelések szerint ezek a szankciók messzemenő következményekkel járhatnak a szankcionáló országok devizáinak – köztük az amerikai dollárnak és az eurónak – a nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszerben betöltött szerepére nézve*” (Den Besten et al. 2023:1 és Abely 2023).

A geopolitikai feszültségek által kiváltott reálgazdasági változások (kereskedelmi korlátozások, szankciók) megbontják az árupiacok kapcsolatrendszerét, az ellátási láncokat, kiváltják az inflációt, a gazdasági növekedés csökkentését, mindez pedig erősíti a gazdasági és pénzügyi fragmentációt (Catalán et al. 2023). A folyamat további következménye a likviditási és fizetőképességi stressz megjelenése a bankokban és a nem pénzügyi vállalkozásokban. Végül soron bekövetkezik a külföldi finanszírozás és a tőkeemigrálás kockázatának nagyobb volatilitása.

Az új világrendet több erős, időnként váratlan hatás éri. A problémákat vizsgáló elemzések a kockázatokat egybehangzóan feltárják, a megoldási javaslatok azonban ellentmondásosak, hangsúlyai változnak. Megjelenik a nemzetközi összefogás, a negatív hatások nemzetközi egyeztetések útján való csökkentésének igénye, miközben a nemzetközi pénzügyi szervezetek aktív szabályozó tevékenysége a hatalmi tömbök által korlátozódik, kialakul egy szabályozási, együttműködési csapdahelyzet.

A geopolitikai feszültségek előidézhetik a tőkeáramlást és a pénzforgalmat korlátozó intézkedések bevezetését, amelyek kiszámíthatatlanságot, bizonytalanságot idéznek elő a nemzetközi pénzügyi kapcsolatokban a befektetők számára. Ilyen hatásokat váltanak ki az utóbbi időben alkalmazott pénzügyi szankciók, a tőkebefektetéseket korlátozó szabályozások, vagy a nemzetközi vagyonbefagyasztások. Mindez erősíti a pénzügyi fragmentációt, ami negatívan hat a bankok nyereségességére, likviditására és hitelezési képességére. A negatívan érintett országok pénzügyi sokk miatti sérülékenysége nő. A széttagolódásnak közvetlen hatása, hogy megváltozik a globális pénzügyi kapcsolatok rendszere (Tran 2023).

A pénzügyi töredezettségnek és a dollár befolyásának csökkentését jelzi, hogy 2022 júniusában a BRICS-országok bejelentették, hogy kifejlesztenek egy új, az IMF SDR-rendszeréhez hasonló, globális tartalékvalutát. A cél az Egyesült Államok nemzetközi pénzügyi intézmények feletti hegemoniájának ellensúlyozása. Ezáltal lehetővé válhat a világ vezető feltörekvő gazdaságainak erőteljes csoportosulása, saját befolyási övezet kiépítése, amelynek önálló valutaegysége van. Ezt a törekvést erősíti, hogy az új valutát a BRICS-csoporton kívüli országok is igénybe vehetik. Ugyanekkor jelent meg egy újabb fejlemény: 2022-ben „*a Kínai Központi Bank (Peoples Bank of China – PBOC) bejelentette, hogy a Bank for International*

Settlements (BIS), valamint Indonézia, Malajzia, Hongkong Különleges Közigazgatási Terület, Szingapúr és Chile szabályozóival közösen jüan tartalékalapot tervez létrehozni a szükséges likviditás biztosítása érdekében a részt vevő gazdaságokban a piaci volatilitás időszakában” (Giovannini 2022).

Mint említettük, a geopolitikai feszültségek közel azonos időben indítják el a globális tényezők közötti versenyt és a védekezést. A fenti példa a hatalmi verseny új elemét mutatja, a védekezési törekvésnek a célja ebben az esetben a dollár hegemon nemzetközi szerepének csökkentése, megtörése. Ennek a deglobalizációs folyamatnak lényeges eleme a világgazdaság dollártalanítására (dedollarizációra) való törekvés, ami kihívás elé állítja a nemzetközi monetáris rendet. *„A dollár alapú monetáris rend már most is több kihívással néz szembe, de ezek közül kettő különösen kiemelkedik, a dedollarizációs törekvések és a központi banki digitális valuták (DJBP) terjedése. [...] A közelmúltban a dedollarizáció üteme felgyorsult. 2022-ben Kína és India renminbiban, rúpiában és az egyesült arab emírségekbeli dirhamban fizetett az orosz árukért. India rúpiás elszámolási mechanizmust indított nemzetközi tranzakciójához. [...] A BRICS Brazílián, Oroszországon, Indián és Kínán túli terjeszkedésével a kereskedelmi forgalom dedollarizációja bővíthet. A DJBP-k felgyorsíthatják ezt az átmenetet” (Pozsár 2023).*

A pénzügyi és kereskedelmi tömbök egyik erős tagja eddig is a BRICS csoport volt. 2023 augusztusában hat ország jelentette be csatlakozási szándékát: Argentína (ő végül nem csatlakozott), Egyiptom, Etiópia, Irán, az Egyesült Arab Emírátságok és Szaúd-Arábia. A csatlakozó országok 2024 januárjától váltak teljes jogú taggá. Ezzel Kína befolyása az arab térségben és Afrikában jelentősen erősödik.

A fenti fejlemények jól illusztrálják a fragmentáció megjelenését a kialakuló új világrendben, aminek egyértelműen kockázatok és veszélyek a velejárói.

4. A globális gazdasági és pénzügyi fragmentáció veszélyei, kockázatai

Az elmúlt évek erősödő geopolitikai feszültségeinek negatív hatásai elindították a gazdasági és pénzügyi fragmentáció folyamatát, és a globális pénzügyi piacok olyan mértékű, nem kívánatos szétszakadása következett be, amely veszélyeztetheti a nemzetközi pénzügyi stabilitást. A geopolitikai feszültségek által kiváltott bizonytalanság akadályozza, feltételelessé teszi a határokon átnyúló tőkeáramlást. A tőkeáramlásra gyakorolt negatív hatás kedvezőtlenül befolyásolja a külföldi beruházásokat, feszültség alakul ki a befektető és a fogadó országok között. A nemzetközi fizetési rendszerek működése akadózhat. Mivel megrendül a stabilitás, emelkednek a bankok forrásköltségei, csökken a profitabilitásuk, valamint csökkentik hitelkihelyezéseiket. A fragmentáció kockázatai jelentős gazdasági költségeket, árnyékeket okozhatnak a megszakadt ellátási láncok, az importkorlátozások vagy szankciók miatt. További negatív hatás, hogy *„a geopolitikai feszültségek a reálgazdaságon*

keresztül átterjednek a bankokra. [...] A feszültség csökkentheti a bankok kockázatvállaló képességét, ami arra készteti őket, hogy csökkentsék a hitelezést, ami tovább nehezíti a gazdasági növekedést” (Catalán et al. 2023:1).

Ugyanakkor joggal merülhet fel a kérdés, hogy a fragmentáció mikor éri el azt a pontot, amikor valós veszélyt jelent a pénzügyi stabilitásra, vagy amikor bizonyos határig a fragmentációnak lehetnek előnyei. A válasz nem egyszerű, mert a globális gazdasági, hatalmi, függőségi kereskedelmi viszonyokat és változásait egyszerre kell vizsgálni a tőlük függő pénzügyi rendszerekkel, a pénzügyi kitettséggel, pénzügyi stabilitással. Ráadásul e folyamatok mögött ott állnak a globális hatalmi törekvések, azaz a hatalmi pozíciók megőrzése vagy megerősítése. A nemzetközi pénzügyi rendszer pedig ennek a folyamatnak, így az új világtrend alakulásának is eszköze, vagy időnként elszenvedője (Pozsár 2023; Buckley – Trzeciński 2022).

A különböző gazdasági ciklusok történeti tapasztalata, hogy egy válságot, feszültséget követően kettős hatás érvényesül. Egyrészt fokozatosan lazább monetáris és költségvetési politika jelenik meg, a tőkemozgások, a tőkeáttétel folyamata bővül. Másrészt a válság tanulságai alapján, utólagosan kialakul egy szigorúbb, nemzetközi együttműködést kiváltó pénzügyi szabályozás. Ezzel párhuzamosan kellett a monetáris politikát is a válság utáni helyzet kezelésére alkalmassá tenni, hozzá igazítani. A 2008–2009-es nemzetközi pénzügyi válság eseményei is ezt igazolják. Hatására szigorodott a nemzetközi pénzügyi szabályozás, erősödött a szabályozói együttműködés, egy évtizeddel később azonban a rendszer már nem képes a globális pénzügyi fragmentáció által kiváltott kockázatokat kezelni.

A fragmentáció negatív hatással lehet a nemzetközi monetáris rendszer stabilitására, aminek védelme a globális gazdasági stabilitás és a fenntartható növekedés szempontjából egyaránt fontos. Ennek elérése érdekében az IMF szükségesnek tartaná a hatékonyabb nemzetközi felügyeletet, a nemzetközi kockázatvállalás és a tőkeáramlás segítségét; a pénzügyi sokkokhoz való globális alkalmazkodás erősítését, a válságmegelőzésre való felkészülést, létre hívva egy Globális Pénzügyi Biztonsági Hálót (Global Financial Safety Net, GFSN) a likviditás fenntartása érdekében (IMF 2023a).

A dedollarizáció mellett a nemzetközi monetáris rendszer átalakulása szempontjából külön kihívást jelent a központi bankok digitális valutáinak (Central Banks Digital Currencies, CBDC – magyar megfelelője a DJBP) megjelenése, mint azt később részletesen bemutatjuk. Rövid időn belül egyértelművé vált, hogy a DJBP nemzeti határokon túli alkalmazhatósága, a nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi befolyás növelésének, ezáltal a globális hatalmi küzdelemnek az eszközévé válhat. Szükség lenne a DJBP-k esetében is nemzetközi, bizonyos esetekben globális pénzügyi erőik szabályozási együttműködésére, amit azonban a fragmentáció akadályoz.

A digitális jegybankpénzek jövőbeni kihívása lesz, hogy a jelenleg versengő DJBP-k közül melyik szerez nagyobb teret, befolyást a nemzetközi pénzpiacon, azaz általuk érzékelhetően megjelennek a jövő nemzetközi pénzügyi rendszerének hatalmi és biztonsági szempontjai.

A világgazdaság jelenleg mindhárom jelentős geopolitikai tényezője aktívan készíti elő saját digitális valutájának, a digitális dollárnak, a digitális eurónak és a digitális jüannak a bevezetését. E téren Kína élenjáró, a digitális jüant már a gyakorlatban tesztelték, belföldi használatának szabályait kidolgozták. A másik kettő bevezetésére is programot dolgoztak ki, erre később kitérünk. Egyértelmű, hogy a bevezetésnek és a határokon átnyúló alkalmazhatóságnak lényeges szempontja a verseny, az a kihívás, hogy a versengő DJBP-k közül melyik szerez nagyobb teret, befolyást a nemzetközi pénzpiacon, ami a jövő nemzetközi pénzügyi rendszerének fontos hatalmi és biztonsági eleme lesz.

Ennek a geopolitikai pozíciókat átrajzoló versenynek a DJBP úgy válik részesévé, hogy hatással van a nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi kitétség folyamatára. A kereskedelmi kitétség számításba veszi, hogy a nemzetközi értékláncokban az export és import, a kínálati és felhasználási folyamatok együttesen milyen hatással vannak a nemzetközi és globális folyamatokra.

A pénzügyi kitétség a teljes beruházási portfóliót és az összes kötelezettséget veszi számításba, ami az USA-hoz, az euroövezethez vagy Kínához kötődik. Egy korábbi elemzés a digitális devizák versenyének, lehetséges integráló képességüknek, digitális pénzhelyettesítő kockázatuknak várható megjelenését úgy szemlélteti, hogy bemutatja az euroövezet, az USA és a Kína kapcsolataival szembeni kereskedelmi és pénzügyi kitétséget, függőséget. A kereskedelmi kitétség vonatkozásában az eurozóna és az USA aránya közel azonos, Kína a harmadik. Ugyanakkor érdemes megjegyezni, hogy a távol-keleti térség mellett egész Afrikában és Ausztráliában Kína a domináns. A pénzügyi kitétség vonatkozásában viszont az USA az első, az eurozóna a második és Kína ismét a harmadik helyen áll (Müller – Kerényi 2022).

A geopolitikai feszültségek és a pénzügyi fragmentáció negatív hatásainak való kitétség csökkentését az EU a digitális euro bevezetésére való felkészülés mellett szükségesnek tartja az Európai Pénzügyi Integráció (European Financial Integration) megerősítését. Erre adtak ösztönzést a 2023 első felében az Egyesült Államokban és Svájcban megjelenő pénzügyi turbulenciák. Az EU illetékes szerveinek döntése, hogy meg kell erősíteni az eurozóna válságkezelő rendszerét, mindenekelőtt be kell fejezni a bankunió és a tőkepiaci unió építését, és létre kell hozni az Európai Betétbiztosítási Alapot. Az EU a pénzügyi intézményrendszer ellenálló, védekező képességének erősítését szükségesnek tartja, megvalósítása elengedhetetlen az euroövezet gazdasági növekedésének és ellenálló képességének biztosításához. Ennek keretében valósulhat meg, hogy a tőkepiacok lehetővé tegyék a tőke hatékony

allokációját. Ez azért fontos követelmény, mert az elmúlt évtizedben a nem banki pénzügyi intézmények szerepe jelentősen nőtt az euroövezet gazdaságának finanszírozásában, ami a pénzügyi rendszerre nézve is fokozott kockázatokkal jár. „A banki és a nem banki pénzügyi szektor közötti összekapcsolódás továbbra is magas, ami növeli a fertőzés lehetőségét.” (Guindos 2023a:1). A pénzügyi rendszer stabilitásának védelme érdekében e téren új, szigorúbb szabályozásra van szükség.

A geopolitikai feszültségekkel terhes világban az Európai Unió döntéshozó testületei meghatározták a monetáris stabilitás, a fenntartható gazdasági fejlődés és a nemzetközi pozíciók megőrzése érdekében szükséges teendőket. Ebben segítettek a 2008-as pénzügyi válság tapasztalatai: egyértelművé vált, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió, a bankunió és tőkepiaci unió működési feltételeit erősíteni kell. Ezek megvalósulását követő feladat a fiskális unió, a közös költségvetési politika kidolgozása. E ponton azonban fennállnak nehezen megkerülhető akadályok, amelyek háttere röviden a következő.

A jelenleg 27 tagországot egybefogó Európai Unió megalapítását követően fundamentális változásokat az euro 1999. évi bevezetése, a Gazdasági és Monetáris Unió létrehozása eredményezett. Ettől az időponttól vált ketté az EU, jött létre az eurozóna (jelenleg húsz taggal) és a kívül maradók vagy ezután csatlakozók csoportjával (Bulgária, Dánia, Csehország, Lengyelország, Magyarország, Románia és Svédország). Mire az eurozóna megerősödött és egyértelművé vált, hogy működőképes, bekövetkezett a 2008-as globális pénzügyi válság. Azt követően bebizonyosodott, hogy az EU képes a válság leküzdésére, de kikényszerítette a politikai belátást, hogy az Uniót, elsősorban az eurozónát erősíteni kell. Kardinális kérdés, hogy milyen formában fejlődhet a pénzügyi rendszer, egy nemzetközi sokk esetén hogyan biztosítható a monetáris stabilitás a kétsebességes Európában, és hogyan bővíthető, tehető teljessé az eurozóna, mivel nélküle a Monetáris Unió sem lehet teljes. Bulgária és Románia már bejelentette csatlakozási szándékát. Az Európai Bizottság 2017-ben kiadott dokumentumában a fejlődés lényeges feltételeként állapította meg, hogy az EU-nak az euro legyen egyetlen közös valutája.

Elemzésünk szempontjából a fentiek azt mutatják, hogy az Európai Unión belül van egy geo-ökonómiai megosztottság az úgynevezett magországok és a perifériális országok között, ennek következtében a pénzügyi rendszer az eurozóna tagjai és a nem euroövezeti országok között két részre szakad. Ennek a helyzetnek az EU számára gyakorolt hatását árnyalni kell. Egyrészt vitathatatlan, hogy a jelenleg kialakult hárompólusú világrendnek az Unió az egyik befolyásos tényezője, az euro szerepe a nemzetközi fizetések rendszerében jelentős, a digitális euro bevezetése, az euroövezeten túli használhatósága hatalmi pozícióját várhatóan stabilizálni fogja, de az EU jövőbeli helyzetének képe sokkal pozitívabb lenne, ha létrejönne a teljes és egységes Monetáris Unió (Guindos 2023b).

Az Európai Unió pénzügyi rendszerének stabilitása, jövőbeli nemzetközi szerepe szempontjából kérdéses volt a Brexit hatása. Az azóta eltelt időszak azt igazolta, hogy ez a változás az EU, azon belül az eurozóna nemzetközi helyzetét nem gyengítette, sőt megszilárdította. Elősegítette a bankunió, a tőkepiaci unió és a pénzügyi stabilitást erősítő szabályozás fejlesztését. Ezzel párhuzamosan Londonnak, mint nemzetközi pénzügyi központnak a szerepe gyengült, az IMF SDR-kosarában az euro a dollár után átvette az angol font korábbi második helyét. A Brexit utáni helyzetre reagálva, még a brit kilépés évében, 2020 októberében tizenkilenc uniós tagország pénzügyi szervezeteinek, valamint az EU Bizottságának képviselői megállapodtak, hogy az EU pénzügyi központjainak koordinációs szerepét Frankfurt és Luxemburg fogja ellátni (EU Financial Center Roundtable). Közvetve az is erősítette az EU nemzetközi pénzügyi pozícióját, hogy 2018-ban brüsszeli székhellyel megalapították a Nemzetközi Pénzügyi Központok Világszövetségét (World Alliance of International Financial Centers, WAIFC), amely a világ legnagyobb pénzügyi központjainak képviselőlete, feladata a nemzetközi pénzügyi együttműködés elősegítése. Minden bizonnyal nem véletlen, hogy London, mint pénzügyi központ e két szervezet egyikének sem tagja. Az Európai Bizottság 2019 novemberében döntött arról, hogy az Európai Bankhatóság (EBA) székhelyét Párizsba helyezi át.

Ennek a gyorsuló, szerteágazó folyamatnak vannak geopolitikai, nemzetközi pénzügyi kockázatai. Ezek csökkentésére, kivédésére a szakirodalomban több elgondolás, javaslat olvasható. Az IIF célzott javaslatokat tett a G20 csoportnak a piaci fragmentáció kezelésére, globális szabályozási sztenderdek kialakítására, a szabályozó hatóságok nemzetközi együttműködésének erősítésére. Elemzésük szerint ellenőrizni kell a nemzetközileg elfogadott szabályozási szabványok végrehajtását, javítani kell a szabályozási rendszerek összehasonlíthatóságát, megismerhetővé kell tenni a nemzeti mérlegelési jogkör mértékét és hatását, segíteni kell a hatásvizsgálatok előmozdítását és az érdekelt felek bevonását. Biztosítani kell, hogy a szabályozási reformok a változó körülmények között is feleljenek meg a céloknak, az FSB-nek pedig biztosítani kell a reformok holisztikus értékelését. Ezek a javaslatok akkor lehetnek hatékonyak, ha együtt járnak a szabályozó hatóságok nemzetközi együttműködésének fokozásával. Ennek keretében konkrét célkitűzéseket kell megfogalmazni a szabályozók és a döntéshozók közötti szorosabb együttműködés érdekében, erősíteni kell a felügyeltek közötti bizalmat, hatékonyabbá kell tenni a szabályozó hatóságok közötti információ- és adatmegosztást (*IIF 2019:2*).

Következésképpen a fragmentáció alááshatja a szélesebb körű közös gazdaságpolitikai célokat, ezért a felügyelőknek, a szabályozóknak, a pénzügyi intézményeknek tisztában kell lenniük a geopolitikai feszültségek növekedéséből fakadó, a pénzügyi stabilitást fenyegető kockázatokkal, és el kell kötelezniük magukat e veszélyek azonosítása, számszerűsítése, kezelése és mérséklése mellett.

A Nemzetközi Valutaalap mint a nemzetközi monetáris stabilitás védelmezője továbbra is meghatározó tényező, ugyanakkor maga is részese a pénzügyi tömbösödésnek, és nehéz lenne előrevetíteni, hogy feladatainak ellátását az átalakuló világrend hogyan és milyen formában befolyásolja, esetleg korlátozza.

A fentiek alapján, több nemzetközi pénzügyi szervezet állásfoglalása szerint a kialakulóban lévő multipoláris világrendben a hatalmi tényezők nemzeti és regionális érdekeik előtérbe helyezésére törekuszenek, miközben minden korábbinál nagyobb szükség lenne a globális együttműködésre. A növekvő geopolitikai feszültségek miatt biztosítani kell a globális pénzügyi biztonsági háló megfelelőségét, aminek feltétele az országok nemzetközi tartalékainak magas szintje, kétoldalú és regionális pénzügyi megállapodások kidolgozása, valamint a nemzetközi pénzügyi intézmények elővigyázatossági hitelkereteinek biztosítása.

5. A fragmentáció és a digitális jegybankpénz

A multipoláris világrendben a nemzetközi pénzügyi rendszer működését, a hatalmi tömbök közötti verseny eszközeként is felhasználható digitális jegybankpénz jelentősen befolyásolja. Mint említettük, Kína élenjáró a digitális jegybankpénz korai bevezetésének megvalósításában, kísérleti alkalmazásában. Mivel az elmúlt évtizedekben a világgazdaság, világkereskedelem meghatározó tényezőjévé vált, törekedett arra, hogy devizája, a renminbi befolyást szerezzen a nemzetközi pénzügyi piacon és a nemzetközi kereskedelem finanszírozásában. Kína nemzetközi gazdasági kapcsolatai határozottan erősödtek az ázsiai térségben, az arab országokban és Afrikában, előtérbe került az a célkitűzés, hogy ezeket a kapcsolatokat nem dollár alapon finanszírozzák, hanem renminbiben, amelynek nemzetközi alkalmazása utat nyit a digitális jüan térhódításához is.

Ma már egyértelmű, hogy a digitális dollár bevezetése, alkalmazásának előkészítése elkerülhetetlen, aminek megvalósulása nemcsak az Egyesült Államok pénzügyi rendszerére, monetáris politikájára lesz lényeges hatással, hanem a globális pénzügyi folyamatokra is.

A digitális euro bevezetésének előkészítése folyamatban van. 2020 áprilisában az EU Bizottsága két átfogó konzultációt indított el „Digitális pénzügyi stratégia” (Digital Finance Strategy) és „Lakossági fizetési stratégia” (Retail Payments Strategy) címmel. Az EU Tanácsa által 2020 júniusában közzétett dokumentum elindította az EU digitális transzformációjának folyamatát, amelynek része a digitális euro bevezetése. Az EU illetékes intézményei célul tűzték ki a digitális euro legkésőbb 2025-ig történő bevezetését (Müller – Kerényi 2022).

A központi bankok digitális valutáinak, a digitális jegybankpénznek (DJBP) a megjelenése, bevezetésének előkészítése nem következménye a fragmentációnak, de

lényeges hatással lehet az erősítésére vagy a kockázatok mérséklésére. Bevezetésüket követően, rövid időn belül megjelentek a DJBP-k határokon átnyúló alkalmazásában megállapodó központi bankok csoportjai mint a pénzügyi tömbösödés első jelei. Az alábbiakban ezek két új formáját mutatjuk be.

Az egyik, hogy a Nemzetközi Valutaalap és a Digitális Pénznek Monetáris Hatósága (DCMA) 2023-ban bejelentette egy digitális jegybankpénznek (CBDC), az Univerzális Monetáris Egységnek az elindítását (Universal Monetary Unit, UMU). A kitűzött célnak megfelelően az UMU-nak, mely bármely törvényes fizetőeszközzé átváltható lesz, meg kell felelnie az IMF által előzőleg kidolgozott kriptoeszköz-szabályozási ajánlásoknak, és erősítenie kell a részt vevő központi bankok monetáris szuverenitását és a nemzetközi bankrendszer pénzügyi integritását.⁵ Ez a döntés két következtetést tesz lehetővé. Egyrészt a Nemzetközi Valutaalaprak, mint eddig a nemzetközi monetáris stabilitás védelmezőjének a szerepe csökken, másrészt részese egy olyan pénzügyi tömb kialakításának, amelynek geopolitikai hatalmát erősíti.

A másik fejlemény az úgynevezett Mariana projekt, amelynek kezdeményezője többek között az eurorendszer (ami az EKB-t, valamint az eurót bevezetett országok központi bankjait tömöríti) és a BIS Innovációs Központ. A Mariana projekt olyan új pénzügyi csoportosulás elindítója, amely mintegy válasz a fent bemutatott, a Nemzetközi Valutaalap részvételével bevezetni szándékozott Universal Monetary Unit CBDC-re, vagyis erősíti a nemzetközi pénzügyi tömbök kialakulását és versenyét (*BIS 2023a*).

Meg kell említenünk a BIS Project Polaris kezdeményezést, amely nem új pénzügyi tömb létrehozását célozza, csupán a DJBP-k nemzetközi biztonságos, offline és online alkalmazását kívánja lehetővé tenni. *„Az offline fizetés lehetősége azt jelenti, hogy akár ideiglenesen, akár a lefedettség korlátai miatt internetkapcsolat nélkül is használhatja a CBDC-t. Az offline funkcionális CBDC-k lehetséges bevezetését fontolgató központi bankoknak a kérdések összetett mátrixát kell figyelembe venniük, beleértve a biztonságot, a magánéletet”* (*BIS 2023b:1*).

Ezek a fejlemények megerősítik, hogy a fragmentált nemzetközi pénzügyi környezet, a digitális korszak és a megjelenő versengő tömbök kihívást jelentenek a központi bankok számára, vizsgálniuk kell monetáris stabilitásukat, fizetési rendszereik megújítását és digitális valutájuk kibocsátását, a kockázatok mérséklése pedig erősebb nemzetközi szabályozási kohéziót igényel.

⁵ Portfolio (2023): *Leleplezte tervét az IMF: saját digitális fizetőeszközt bocsát ki*. Portfolio.hu, április 16. <https://www.portfolio.hu/bank/20230416/leleplezte-tervet-az-imf-sajat-digitalis-fizetoeszkozt-bocsatki-609398>. Letöltés ideje: 2023. július 5.

A DJBP-k határon túli, nemzetközi megjelenése minden bizonnyal hatással lesz a globális pénzügyi rendszerre és a hatalmi viszonyokra. Az USA és Kína geopolitikai versenyét a DJBP több irányban is befolyásolhatja (Buckley – Trzeciński 2023). Az első változat szerint a dollár megtarthatja dominanciáját, mivel olcsóbb és könnyebben hozzáférhető lesz, mint versenytársaié. Továbbá az Egyesült Államok elveszíti globális pénzügyi dominanciáját, mivel versenytársai digitális jegybankpénzüket a maguk köre szervezett blokkokban alkalmazzák, ami által széttöredezik a nemzetközi pénzügyi rendszer. Több ország számára kialakul az a kényszer, hogy az USA, vagy a Kína vezette blokkhoz csatlakozzon, ami veszélyezteti a biztonságot, a gazdasági növekedést és a pénzügyi stabilitást. A már jelen lévő geopolitikai feszültségek mellett ennek lehetősége minimális. *„E lehetséges kimenetek mindegyike lehetőségeket és kockázatokat jelent majd az államok és a globális pénzügyi rendszer egésze számára. Azonban a második változat, a két vagy több versengő blokkra széttöredezett globális gazdaság, amelyet valószínűleg az Egyesült Államok és Kína vezet, egzisztenciális veszélyt jelent a jelenleg valóban globális pénzügyi rendszerre”* (Buckley – Trzeciński 2022).

6. Összefoglalás, következtetések

Korunk nagy kérdése, hogy az átalakulóban lévő új világrend milyen hatással lesz a nemzetközi pénzügyi rendszerre, hogyan erősíti annak fragmentációját. Ennek hátterében elsődlegesen a globális hatalmi viszonyok megváltoztatására irányuló törekvések állnak, erőteljes geopolitikai feszültségeket okozva. Ezek célkeresztjében a második világháború után meghatározott, illetve a hidegháború lezárását követően elfogadott politikai, hatalmi viszonyok, valamint az ezek keretében kidolgozott nemzetközi pénzügyi rendszer megváltoztatása áll. Ebben a több tényezős folyamatban a hatalmi pozíciók megőrzése, növelése, vagy új szereplők globális térnyerési törekvése csak a meglévő rend megbontásával, többnyire súlyos érdekütközések révén valósulhat meg.

A hatalmi célok elérése érdekében megváltoznak a korábban globális szinten működő gazdasági, kereskedelmi kapcsolatok, bekövetkezik egy széttagolódás, aminek nem kiváltója, de elkerülhetetlen következménye a nemzetközi pénzügyi rendszer fragmentációja. A geopolitikai helyzet és a hatalmi viszonyok megváltoztatásának eszközei között megjelennek katonapolitikai, lokális fegyveres konfliktusok, amelyek nem képezik elemzésünk tárgyát, de tudatában kell lenni, hogy a nemzetközi pénzügyi fragmentáció lényeges tényezői.

A geopolitikai feszültségeket kiváltó tényezők elindították a deglobalizációs folyamatot, amelynek hatására a korábbi multilaterális kapcsolatok a multipoláris rend irányába változnak, történelmileg rövid időn belül, a korábbi globális gazdasági, kereskedelmi és pénzügyi kapcsolati rendszerekben megjelenik a széttöredezés.

Az átalakulás velejárója a meglévő hatalmi viszonyok megvédése, erősítése, új szereplők esetében pedig saját pozícióik, befolyási övezeteik kiépítése. A szuverenitás, a saját geopolitikai térség és a monetáris stabilitás védelme azt is célozza, hogy ne alakuljon ki hatalmi vákuum.

Az új multipoláris rend három fő tényezője az USA, Kína a délkelet-ázsiai térséggel, valamint az Európai Unió. Az első kettő hatalmi pozícióit nem csupán védeni, hanem gazdasági, pénzügyi és katonai befolyását erősíteni akarja. Az Európai Unió elsődleges célja az Unió és ezen belül az eurozóna gazdasági és monetáris stabilitásának védelme, geopolitikai szerepének erősítése.

A pénzügyi fragmentáció új eszköze a pénzügyi tömbösödés és a pénzügyi függőség eszközeinek alkalmazása, a versengő tömbök között kialakuló geopolitikai feszültségek kiváltják a nemzetközi pénzügyi rendszer fragmentációját, aminek hatására erősödnek a rendszer kockázatai. Kedvezőtlen irányban megváltoztak a globális gazdasági és kereskedelmi kapcsolatok, megszakadtak a gazdasági fejlődés számára fontos ellátási láncok, életbe léptek a versengő tömbök közötti importkorlátozások, amelyek pénzügyi korlátozásokhoz, szankciók bevezetéséhez vezetnek, megnövelve a pénzpiaci bizonytalanságot. A gyorsan változó, nehezen kiszámítható nemzetközi helyzet negatív hatással van a határon átnyúló tőkeáramlásra, tőkeallokációra, a külföldi befektetésekre. Mindez rontja a bankok jövedelmezőségét, likviditását, erősödik a pénzpiaci volatilitás, a negatív hatások gyorsuló átterjedése, veszélybe kerül a monetáris stabilitás.

A központi bankok és a nemzetközi pénzügyi szervezetek keresik a kockázatok csökkentésének eszközeit, ezek a lépések azonban gyakran ellentmondásosak. A geopolitikai hatalmi versenyben a monetáris stabilitás és a szuverenitás megőrzése érdekében hozott intézkedések jelentős hányada a fragmentációt erősíti, miközben a hatalmi tömbök képviselői a nemzetközi szabályozást, az azokat képviselő nemzetközi pénzügyi szervezetek működését sürgetik hatékonyabbá tenni. A kialakulóban lévő multipoláris világrendben a hatalmi tényezők a nemzeti és regionális érdekeket helyezik előtérbe, miközben a fragmentáció negatív hatásainak csökkentése nagyobb politikai kohéziót, globális együttműködést és egy pénzügyi háló kialakítását igényelné. Megjelenik a nemzetközi összefogás, a negatív hatások nemzetközi együttműködés útján való csökkentésének igénye, miközben a nemzetközi pénzügyi szervezetek aktív szabályozó tevékenysége a hatalmi tömbök által korlátozódik, kialakul egy szabályozási, együttműködési csapdahelyzet.

A digitális fejlődés, a mesterséges intelligencia hozzájárul ehhez az átrendeződéshez. A legfontosabb a központi bankok digitális valutáinak, a digitális jegybankpénzeknek a megjelenése, bevezetésük előkészítése. Kína a bevezetés és alkalmazás terén élenjáró, de folyamatban van a digitális dollár és a digitális euro bevezetésének tervezése is. A DJBP-ék több funkciót hivatottak ellátni, védik a szuverenitást,

nemzetközi alkalmazásuk pedig növelheti bevezetőjének nemzetközi befolyását, a több országra kiterjedő pénzügyi függőség kialakítását, illetve előmozdíthatja a gazdasági, pénzügyi tömbösödést.

Az átalakuló világrend, annak kapcsán pedig a fragmentáció kimenetele nem kiszámítható, a versengő tömböknek érdeke lenne a nemzetközi monetáris rendszer stabilitásának megőrzése és a nemzetközi fizetési rendszer várható kockázatainak csökkentése, ezt azonban gátolják a geopolitikai feszültségek, a versengő tömbök hatalmi törekvései.

Felhasznált irodalom

Abely, C. (2023): *The Russia Sanctions. The Economic Response to Russia's Invasion of Ukraine*. Cambridge University. <https://doi.org/10.1017/9781009361224>

Bhagwati, J. (2007): *In Defense of Globalization. With a New Afterword*. New York, Oxford University Press.

Báger Gusztáv (2017): *A nemzetközi monetáris és pénzügyi rendszer működése – egy „nem-rendszer” strukturális feszültségei*. Hitelintézeti Szemle, 16(4): 151–186. <https://doi.org/10.25201/HSZ.16.4.151186>

BIS (2023a): *Project Mariana. Cross-border exchange of wholesale CBDCs using automated market-makers*. Interim report, BIS, June. https://www.bis.org/publ/othp_mariana.pdf. Letöltés ideje: 2023. július 5.

BIS (2023b): *Project Polaris: secure CBDC systems, offline and online*. <https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/polaris.htm>. Letöltés ideje: 2023. július 5.

Bolhuis, M.A. – Chen, J. – Kett, B. (2023): *The costs of geoeconomic fragmentation. Disruption in trade threatens losses to global living standards as severe as those from COVID-19*. Finance & Development, June: 35–37. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/06/the-costs-of-geoeconomic-fragmentation-bolhuis-chen-kett>

Buckley, R.P. – Trzeciński, M. (2022): *Central Bank Digital Currencies and the Global Financial System: The Dollar Dethroned?* Faculty of Law Blogs, University of Oxford, 15 December. <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2022/12/central-bank-digital-currencies-and-global-financial-system-dollar-dethroned>. Letöltés ideje: 2024. május 30.

Buckley, R.P. – Trzeciński, M. (2023): *Central Bank Digital Currencies and the global financial system: the dollar dethroned?* Capital Markets Law Journal, 18(2): 137–171. <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmad007>

- Catalán, M. – Natalucci, F. – Qureshi, M.S. – Tsuruga, T. (2023): *Geopolitics and Fragmentation Emerge as Serious Financial Stability Threats*. IMF Blog, April 5. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/04/05/geopolitics-and-fragmentation-emerge-as-serious-financial-stability-threats>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- CEPS (2020): *Why the EU needs a geopolitical Commission*. <https://www.ceps.eu/why-the-eu-needs-a-geopolitical-commission/>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- Claessens, S. (2019): *Fragmentation in global markets: good or bad for the financial stability?* BIS Working Papers No815. <https://www.bis.org/publ/work815.pdf>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- Dadush, U. – Prost, E.D. (2023): *Preferential Trade Agreements, Geopolitics, and the Fragmentation of World Trade*. *World Trade Review*, 22(2): 278–294. <https://doi.org/10.1017/S1474745623000022>
- De Larosière, J. (2012): *Can the IMF Become the Centrepiece of the International Monetary and Financial System?* In: Koeune, J.-C. – Lamfalussy, A. (dir./eds.): *In Search of a New World Monetary Order*. P.I.E. Peter Lang, Bruxelles, Bern, Berlin, Frankfurt am Main, New York, Oxford, Wien. pp. 191–194.
- Den Besten, T. – Di Casola, P. – Habib, M.M. (2023): *Geopolitical fragmentation risks and international currencies*. In: *The international role of the euro*. European Central Bank, June. https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/article/html/ecb.ireart202306_01~11d437be4d.en.html. Letöltés ideje: 2023. december 10.
- Economist (2023): *The destructive new logic that threatens globalisation. America is leading a dangerous global slide towards subsidies, export controls and protectionism*. *Economist*, január 12. <https://www.economist.com/leaders/2023/01/12/the-destructive-new-logic-that-threatens-globalisation>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- FSB (2019): *FSB Report on Market Fragmentation*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040619-2.pdf>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- Giovannini, M. (2022): *Multilateral decisions reveal plans for a new financial world order*. *Opinion*, CGTN. június 28. <https://news.cgtn.com/news/2022-06-28/Multilateral-decisions-reveal-plans-for-a-new-financial-world-order-1benDI3Y8Ew/index.html>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- Gourinchas, P.-O. (2022): *Shifting geopolitical tectonic plates. A more fragmented world will need the IMF more, not less*. IMF, June. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/06/Shifting-geopolitical-tectonic-plates-straight-talk>. Letöltés ideje: 2023. november 22.

- Guindos, L. (2023a): *Towards a stronger non-bank financial sector*. Beszéd, Association for Financial Markets in Europe (AFME) and Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) 3rd Annual European Financial Integration Conference, Frankfurt am Main, május 23. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230523~22f6621da7.en.html>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- Guindos, L. (2023b): *Banking Union and Capital Markets Union: high time to move on*. Beszéd, Annual Joint Conference of the European Commission and the European Central Bank on European Financial Integration, Brüsszel, június 7. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230607~eaf4f8b47a.en.html>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- Halmi Péter (2023): *Globalizáció versus deglobalizáció*. Hitelintézeti Szemle, 22(2): 5–24. <https://doi.org/10.25201/HSZ.22.2.5>
- Huxley, A. (1958): *Brave New World Revisited*. Harper & Brothers Publishers, Egyesült Amerikai Államok.
- IIF (2019): *Addressing market fragmentation: the need for enhanced global regulatory cooperation*. Institute of International Finance. <https://www.iif.com/portals/0/Files/IIF%20FSB%20Fragmentation%20Report.pdf>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- IMF (2015): *The Managing Director's Global Policy Agenda: Confront Global Challenges Together*. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/041315.pdf>
- IMF (2023): *Geo-economic Fragmentation and the Future of Multilateralism*. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- Kerényi Ádám – Müller János (2019): *Szép új digitális világ? – A pénzügyi technológia és az információ hatalma*. Hitelintézeti Szemle, 18(1): 5–33. <https://doi.org/10.25201/HSZ.18.1.533>
- Kruger, A.O. (2012): *Sustainability and Reform of the International Monetary System*. In: Koeune, J.-C. – Lamfalussy, A. (dir./eds.): *In Search of a New World Monetary Order*. P.I.E Peter Lang, Bruxelles, Bern, Berlin, Frankfurt am Main, New York, Oxford, Wien.
- Lagarde, C. (2023): *Central banks in a fragmenting world*. Beszéd, Európai Központi Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230417~9f8d34fbd6.en.html>. Letöltés ideje: 2023. július 5.
- McDowell, D. (2021): *Financial sanctions and political risk in the international currency system*. *Review of International Political Economy*, 28(3): 635–661. <https://doi.org/10.1080/09692290.2020.1736126>

Müller János – Kerényi Ádám (2022): *A digitális jegybankpénz térhódítása*. Hitelintézeti Szemle, 21(3): 122–148. <https://doi.org/10.25201/HSZ.21.3.122>

Pozsár, Z. (2023): *Great power conflict puts the dollar's exorbitant privilege under threat*. Financial Times, január 20. <https://www.ft.com/content/3e05b491-d781-4865-b0f7-777bc95ebf71>. Letöltés ideje: 2023. július 5.

Tran, H. (2023): *The root causes of geopolitical fragmentation*. Econographics blog, Atlantic Council, április 27. <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/the-root-causes-of-geopolitical-fragmentation/>. Letöltés ideje: 2023. július 5.